

Este documento ha sido descargado de:
This document was downloaded from:



**Portal *de* Promoción y Difusión
Pública *del* Conocimiento
Académico y Científico**

<http://nulan.mdp.edu.ar> :: @NulanFCEyS

+info <http://nulan.mdp.edu.ar/2590/>



INFORME SOCIOLABORAL

del Partido de General Pueyrredon

EDICION ESPECIAL
Informe de Coyuntura
Macroeconómica

Grupo Estudios del Trabajo -GrET-

Autor:
Marcos Esteban Gallo

Diciembre 2016



INFORME SOCIOLABORAL

del Partido de General Pueyrredon

Elaborado desde el año 2008 por el
Grupo de Estudios del Trabajo (GrET)

El Grupo Estudios del Trabajo (GrET) se constituyó en 1995 y busca estudiar y abordar el análisis del mercado de trabajo y las relaciones laborales. Está constituido por docentes e investigadores formados en distintas disciplinas (Economía, Sociología, Historia y Estadística), lo cual enriquece los estudios de las problemáticas sociolaborales, aportando una visión crítica. Asimismo, ha conseguido diversificar sus líneas de investigación a aquellas dimensiones que se encuentran relacionadas de manera directa con el mundo del trabajo (pobreza, bienestar, protección social, distribución de ingresos y las políticas públicas que impactan en ellas) tomando como eje transversal el enfoque de género.

Director: Dr. Eugenio Actis Di Pasquale

Correo electrónico:

grupoestudiosdeltrabajo@gmail.com

Más información del GrET en:

<https://eco.mdp.edu.ar/cieys/641-estudio-del-trabajo>

En el Portal de Promoción y Difusión Pública del Conocimiento Académico y Científico – Nùlan (FCEyS-UNMdP) se pueden consultar:

Las publicaciones del GrET:

<http://goo.gl/5R1qgw>

Las ediciones anteriores del Informe Sociolaboral del partido de General Pueyrredon:

<http://nulan.mdp.edu.ar/infosociolaboral/>

ISSN 2525 - 1503

Presentación

En esta edición especial del *Informe Sociolaboral del Partido de General Pueyrredon* se analiza la coyuntura macroeconómica tras el primer año de gestión del actual gobierno.

En tal sentido, la nueva administración ha implementado políticas que, en muchos aspectos, difieren marcadamente de lo actuado por la gestión anterior y han alterado la evolución de las principales variables económicas.

Entre las principales medidas adoptadas a partir del 10 de diciembre de 2015 se destacan la eliminación de las restricciones a la compra de divisas, la desregulación de los movimientos de capitales financieros, la liberalización de las tasas de interés, la quita y/o reducción de las retenciones a las exportaciones y una brusca devaluación nominal.

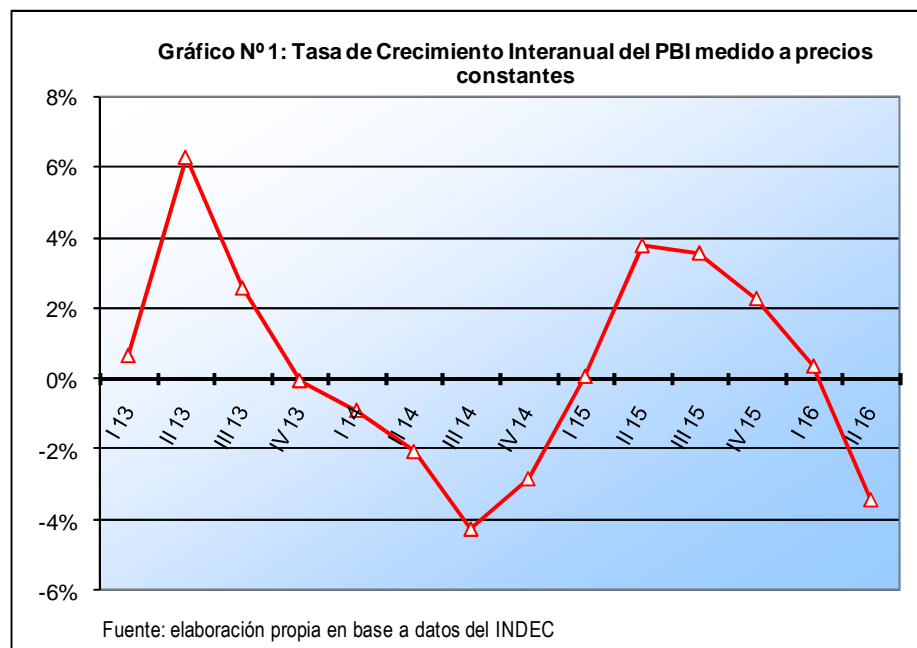
Hasta ahora los resultados de dichas políticas han sido la consolidación de una situación recesiva, con caídas en el producto, el consumo y la inversión; la profundización del déficit fiscal como consecuencia de la pérdida de ingresos tributarios; la agudización de los problemas en el frente externo, debido principalmente a una acelerada fuga de capitales y; el aumento de la inflación, lo que ha impactado significativamente sobre los salarios reales.

Estos desequilibrios tienen como contrapartida un creciente endeudamiento público, tanto en moneda extranjera como en pesos, lo cual pone en duda la sustentabilidad a mediano plazo del actual esquema macroeconómico.

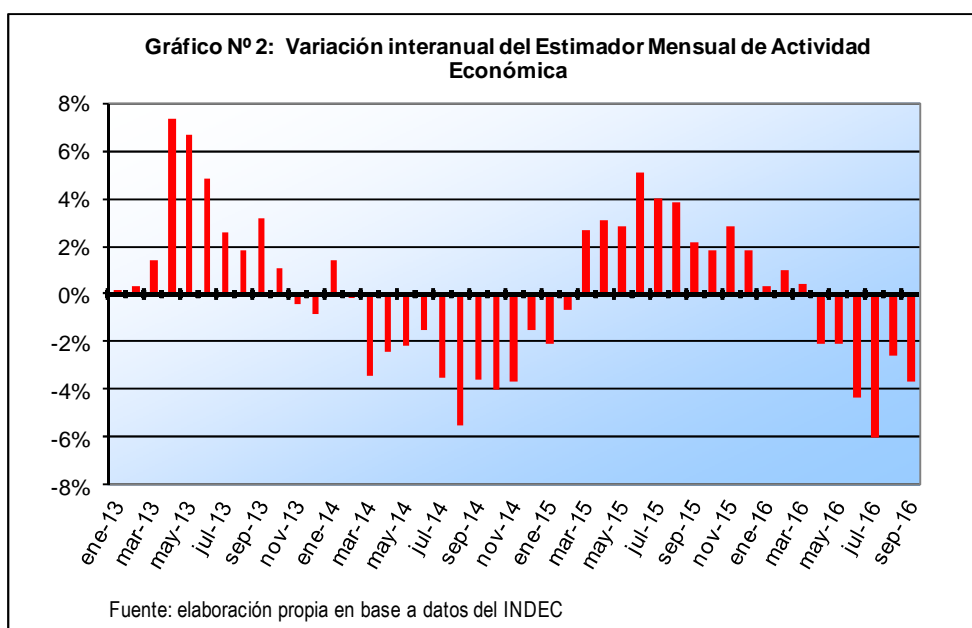
Informe de coyuntura macroeconómica

Devaluación, caída de los salarios y contracción del nivel de actividad

A lo largo de 2016 la economía argentina arrojó indicadores que dan cuenta de la consolidación de una situación recesiva. Así, en el segundo trimestre, el Producto Bruto Interno (PBI) muestra una contracción del 3,4% con respecto al segundo trimestre de 2015, mientras que en el primer trimestre de 2016 creció apenas un 0,36% en comparación con el mismo período del año anterior. Este desempeño adverso contrasta con lo acontecido durante 2015, año en el cual el PBI experimentó un crecimiento del 2,5% (Gráfico Nº 1).



Por su parte, el Índice Mensual de Actividad Económica (EMAE) exhibe una evolución similar, con una contracción interanual del 3,7% en septiembre, completando el sexto mes consecutivo de caída, luego de haber tenido un comportamiento relativamente favorable durante la mayor parte de 2015 (Gráfico Nº 2).



Esta retracción de la economía tiene lugar en un contexto desfavorable para las economías latinoamericanas. En efecto, según el Fondo Monetario Internacional (FMI), las economías de América Latina y el Caribe experimentaron un crecimiento nulo durante 2015, mientras que para 2016 se proyecta un decrecimiento del 0,6% para este grupo de países. Este magro desempeño está fuertemente influido por la economía brasileña, la cual se contrajo un 3,8% en 2015 y presenta una caída proyectada del 3,3% en 2016¹.

Este escenario internacional impacta de manera significativa sobre el desempeño de la economía nacional, por cuanto Brasil es nuestro principal socio comercial y el destino de cerca del 15% de las exportaciones argentinas².

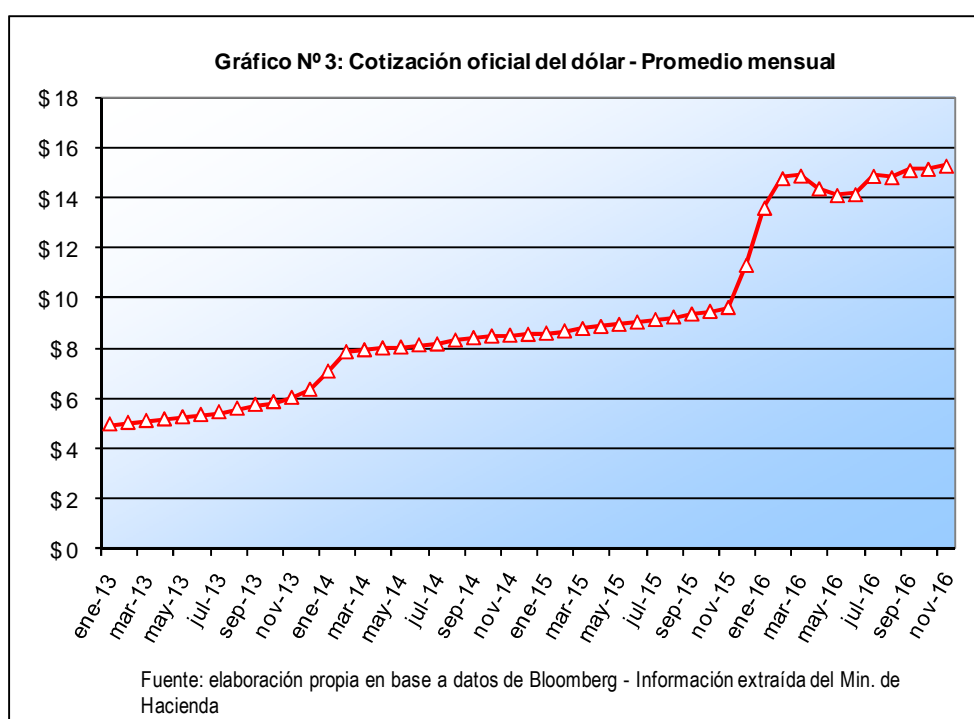
No obstante, la evolución adversa que experimentó la economía argentina en lo que va de 2016 afecta al conjunto de las variables macroeconómicas y encuentra su explicación fundamentalmente en las políticas económicas aplicadas por el nuevo gobierno, las cuales representan un cambio drástico en relación a lo actuado por la administración anterior. En efecto, las medidas implementadas a partir del 10 de diciembre de 2015, lejos de limitarse a un ajuste convencional –cuya finalidad debería ser reducir los déficits fiscal y externo-, están

¹ *Perspectivas de la economía mundial*, Octubre de 2016. Fondo Monetario Internacional. Disponible en: <http://www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/weo/2016/02/pdf/texts.pdf>

² La participación de Brasil como destino de las exportaciones argentinas ha decaído fuertemente en los últimos dos años. Así, mientras que en 2014 la Argentina vendió a Brasil el 20,3% de sus exportaciones, dicho porcentaje fue del 17,8% en 2015 y alcanzó sólo al 15,3% en el primer semestre de 2016. Datos del INDEC. Información extraída del Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas, disponible en: <http://www.economia.gob.ar/secretarias/politica-economica/programacion-macroeconomica/>

orientadas a transformar los parámetros estructurales que rigen el funcionamiento de la economía argentina.

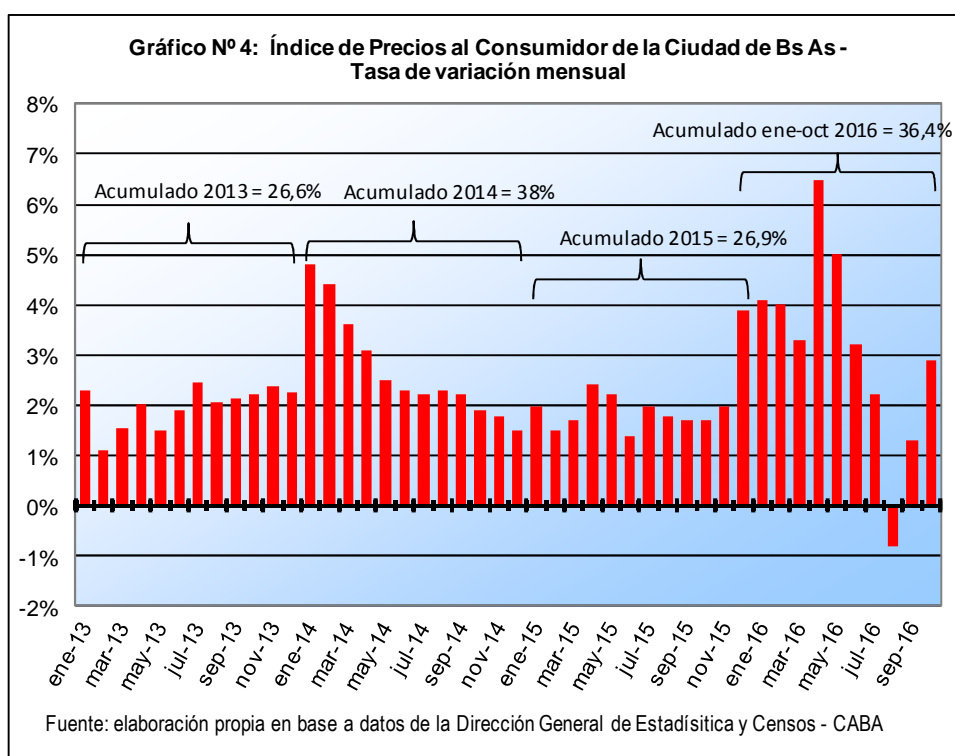
Entre las primeras decisiones tomadas por el gobierno actual cabe destacar una devaluación que en sólo tres meses –entre diciembre de 2015 y febrero de 2016- alcanzó al 53,7%. Si se toma el tipo de cambio promedio del mes de noviembre, éste es un 58,9% más elevado que el registrado en el mismo mes de 2015. En comparación, la devaluación que tuvo lugar a inicios de 2014 acumuló un alza en la cotización del dólar del 25% entre diciembre de 2013 y marzo de 2014, mientras que entre enero de 2013 y noviembre de 2015 la moneda nacional se devaluó un 94,5% con respecto al dólar (Gráfico N° 3).



La devaluación implementada a inicios de 2016 fue acompañada por la eliminación y/o reducción de las retenciones a las exportaciones de numerosos productos primarios e industriales, con la consecuente alza en el precio relativo de los mismos³. Asimismo, se derogaron los Registros de Operaciones de Exportación (ROEs) –cupos cuantitativos a las exportaciones con la finalidad de priorizar el abastecimiento del mercado interno- para algunos rubros alimenticios.

³ En diciembre de 2015 se eliminaron las retenciones a las exportaciones de productos agropecuarios. La excepción en este sentido fueron las retenciones a la soja, cuya alícuota fue reducida del 35% al 30%. Posteriormente, en febrero de 2016, se quitaron las retenciones a las exportaciones del sector minero.

La conjunción de estas medidas repercutió en un marcado ascenso de la inflación. Así, si se toma como referencia el Índice de Precios al Consumidor de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires (IPCBA), entre enero y octubre de 2016 los precios crecieron un 36,4%, mientras que la inflación acumulada a lo largo de todo el año 2015 –incluyendo las variaciones de precios del mes de diciembre, que ya acusan el impacto de la devaluación- es del 26,9% (Gráfico Nº 4). Si se anualiza la inflación mensual promedio observada entre enero y octubre se obtiene un incremento de precios proyectado para todo 2016 del 45,4%⁴.



Si se tiene en cuenta que la mayor parte de las paritarias acordaron aumentos salariales que se ubican entre el 30% y el 35% distribuidos en varios tramos⁵, todo indica que el

⁴ Cabe mencionar que la tasa de variación del IPCBA del -0,8% correspondiente al mes de agosto está afectada por el recálculo de las tarifas residenciales de gas que, de acuerdo al fallo de la Corte Suprema de Justicia de la Nación, fueron retrotraídas a los valores vigentes al 31 de marzo. Al respecto, puede consultarse el *Informe de Resultados 1045. IPCBA. Agosto de 2016* publicado por la Dirección General de Estadística y Censos de la CABA. Disponible en: http://www.estadisticaciudad.gob.ar/eyc/wp-content/uploads/2016/09/ir_2016_1045.pdf

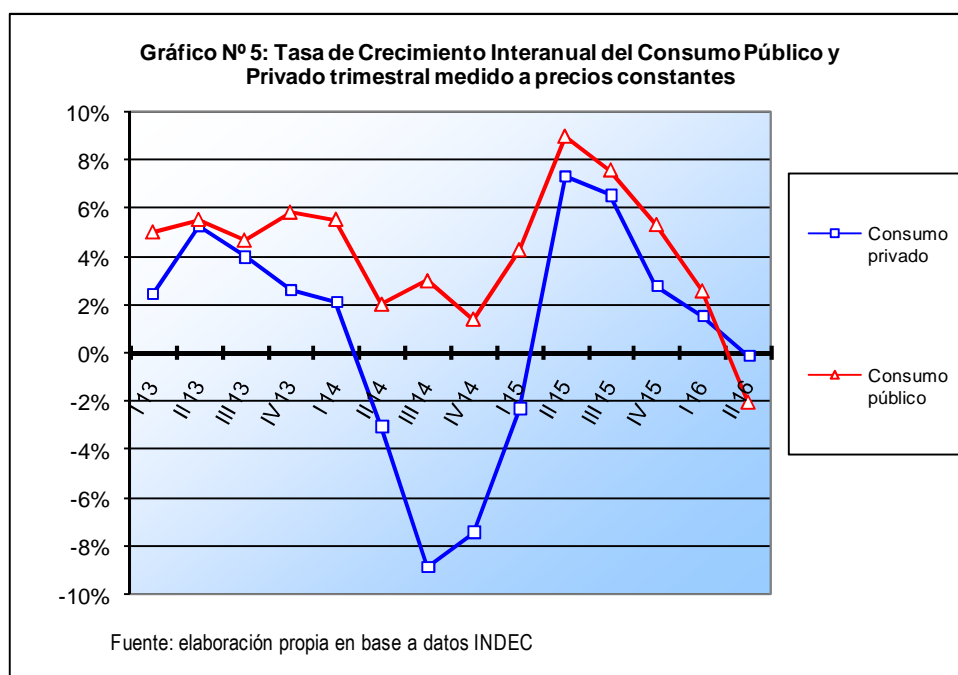
⁵ El cronista comercial, “Gremio por gremio, cómo cerraron las paritarias en lo que va del año”, 18/05/2016. Disponible en: <http://www.cronista.com/economiapolitica/Gremio-por-gremio-como-cerraron-las-paritarias-este-ano-20160510-0110.html> ; Balinotti, N. “El cierre de las paritarias, muy por encima de los pronósticos del Gobierno”, La Nación, 27/06/2016. Disponible en: <http://www.lanacion.com.ar/1912856-el-cierre-de-las-paritarias-muy-por-encima-de-los-pronosticos-del-gobierno>

año 2016 concluirá con un importante retroceso en los salarios reales⁶. En tal sentido, los datos provistos por la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) dan cuenta de una caída del 6% en el poder adquisitivo de las remuneraciones promedio entre el segundo trimestre de 2015 e igual período de 2016. Asimismo, según la información recabada por el Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA), el salario real promedio de los trabajadores asalariados registrados del sector privado es en junio de 2016 un 10,5% inferior al de junio de 2015⁷.

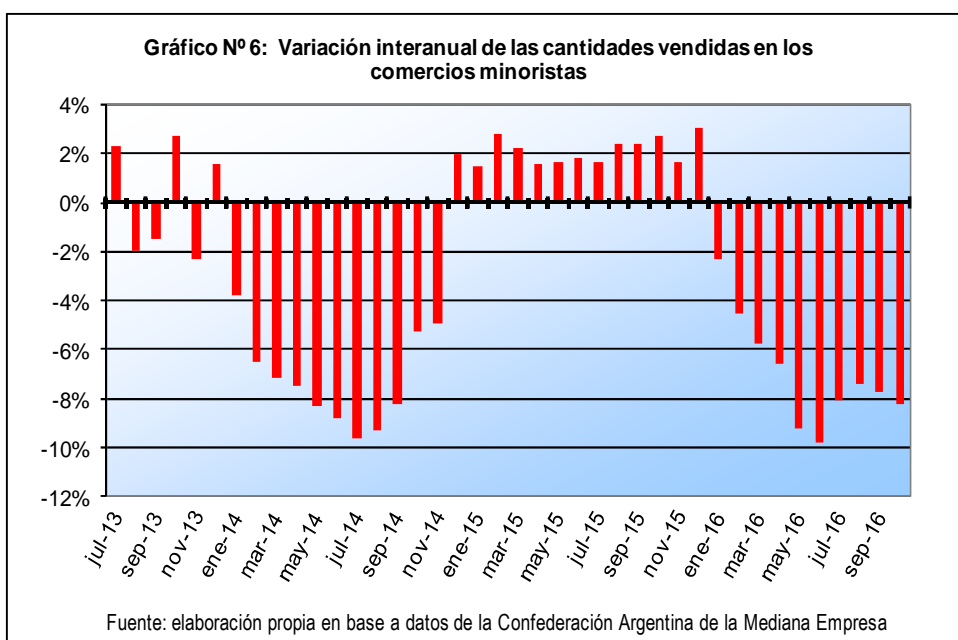
Esta contracción en los ingresos de gran parte de la población impactó de manera significativa en los niveles de consumo. En efecto, mientras el consumo privado creció un 4% en 2015, en el primer trimestre de 2016 presenta un incremento interanual del 1,6%, en tanto que en el segundo trimestre de 2016 decrece un 0,1%. Resulta importante señalar que, a diferencia de lo sucedido en 2014, cuando se procuraba contrarrestar la retracción del consumo privado con el aumento del consumo público, en 2016 este último cae más que el consumo privado, exhibiendo en el segundo trimestre una contracción del 2% con respecto al mismo período de 2015 (Gráfico Nº 5). Esto significa que, en la concepción de la nueva administración, el consumo público no ejerce una función contracíclica ante un marco recesivo.

⁶ Acerca de la evolución de los principales indicadores del mercado de trabajo en el ámbito nacional y local puede consultarse el *Informe Sociolaboral del Partido de General Pueyrredon Nº 15*, Diciembre de 2016, Grupo Estudios del Trabajo, FCEyS, UNMdP. Disponible en: <http://nulan.mdp.edu.ar/infosociolaboral/>

⁷ En ambos casos se deflactaron los salarios nominales utilizando el Índice de Precios al Consumidor de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.



La caída en el consumo es corroborada por la evolución de las cantidades vendidas en los comercios minoristas, las cuales experimentaron una caída interanual del 8,2% en octubre de 2016, totalizando así diez meses consecutivos de variaciones negativas (Gráfico Nº 6).

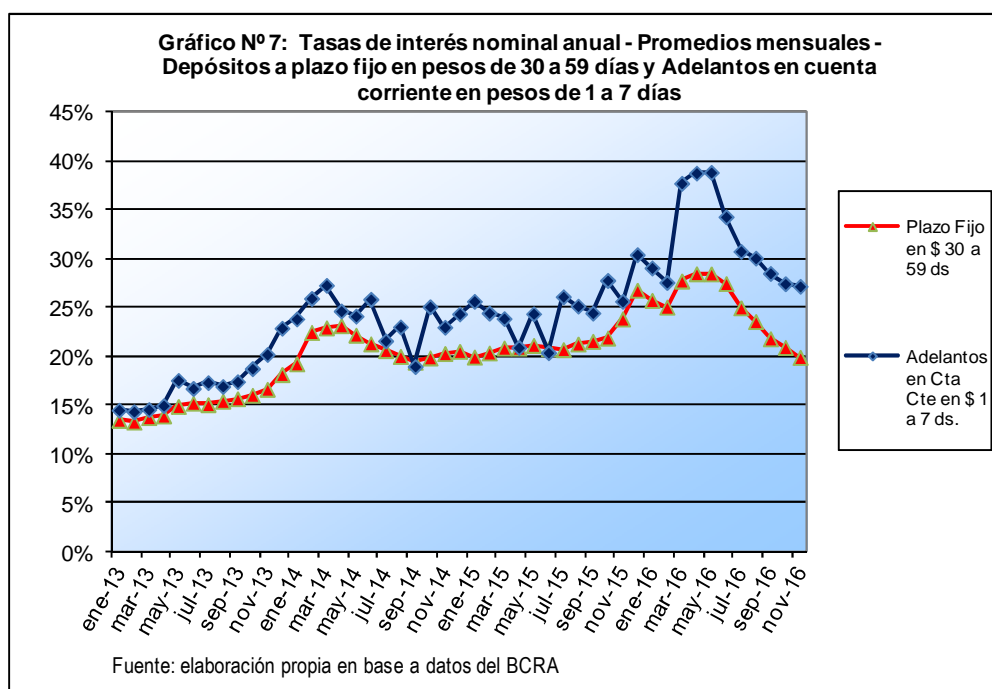


Desregulación financiera, aumento de tarifas y caída de la inversión

La devaluación implementada en los primeros meses de la actual gestión fue acompañada por una desregulación casi absoluta de los movimientos de divisas. Así, se eliminaron las restricciones a la compra de moneda extranjera vigentes durante los últimos años y se habilitó la adquisición de hasta dos millones de dólares mensuales por persona física. Este techo fue posteriormente ampliado hasta los cinco millones de dólares por mes, hasta que a mediados de agosto se removió toda limitación cuantitativa a la compra de divisas. Asimismo, se derogó el encaje no remunerado del 30% aplicado sobre el ingreso de capitales financieros y se redujo su plazo mínimo de permanencia en el país de doce meses a ciento veinte días. De este modo, con las nuevas regulaciones los capitales especulativos pueden entrar y salir libremente del país, con la única condición de permanecer en la Argentina no menos de cuatro meses.

En lo que respecta al sistema financiero, se implementó una desregulación de las tasas de interés. Durante la gestión anterior las tasas de interés activas y pasivas debían guardar relación con las tasas que pagaban las Letras del Banco Central (LEBACs)⁸. Este mecanismo de control fue derogado, lo cual permitió que las tasas de interés activas –las que cobran los bancos por los créditos otorgados- subieran mucho más que las tasas de interés pasivas –las que pagan los bancos por los depósitos recibidos-. Tal como puede apreciarse en el gráfico N° 7, la tasa que cobran los bancos por los adelantos en cuenta corriente de corto plazo pasó del 28% al 38% nominal anual entre febrero y marzo de 2016, mientras que en el mismo lapso la tasa nominal anual que pagan los bancos por los plazos fijos en pesos de 30 a 59 días de plazo pasó del 25% al 28%. Si bien en la segunda mitad del año ambas tasas descendieron, la brecha entre las mismas se mantuvo en niveles más elevados que los vigentes en los años anteriores.

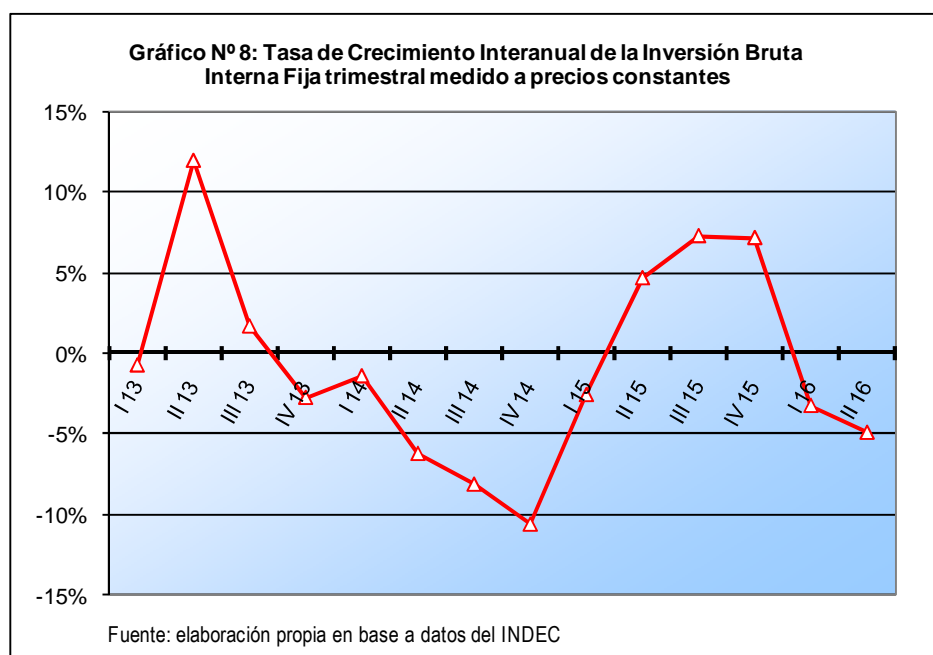
⁸ Las LEBACs son títulos de deuda emitidos por el Banco Central (BCRA) que se utilizan como instrumento de regulación monetaria. Una emisión de LEBACs por parte del BCRA tiene como contrapartida una absorción de pesos y actúa como una política monetaria contractiva, mientras que cuando las LEBACs vencen el BCRA emite pesos, ampliando así la cantidad de dinero circulante. Cabe señalar que la cantidad de pesos que el BCRA absorbe al momento de emitir las LEBACs es inferior a la suma de dinero que debe emitir cuando las LEBACs vencen. La diferencia corresponde a la tasa de interés que pagan estos instrumentos.



Esta ampliación del spread –diferencias entre tasas activas y pasivas- repercutió en un incremento de las ganancias de los bancos y en un encarecimiento del crédito al que pueden acceder las pequeñas y medianas empresas, en particular en lo referido al financiamiento de capital de trabajo, indispensable para sus operaciones cotidianas. Asimismo, también se ve incrementado el costo del financiamiento al consumo, en especial a través del aumento de los recargos que cobran las tarjetas de crédito. De esta manera, las empresas que orientan su producción prioritariamente al mercado interno sufren el doble efecto de un incremento en el costo del crédito y una caída en sus ventas debida a la retracción del consumo, la cual se ve potenciada además por el recorte de los salarios reales.

A ello debe agregarse el impacto que tiene sobre los costos de producción el incremento en las tarifas de los servicios públicos. En tal sentido, si bien la Corte Suprema de Justicia de la Nación dispuso que las tarifas de gas debían retrotraerse a los valores de marzo, dicha medida sólo rige para los hogares, quedando firmes los aumentos para las empresas y comercios. Asimismo, están pendientes de resolución definitiva distintos recursos judiciales presentados en contra de los incrementos de las facturas de luz.

La conjunción de todos estos factores –caída en las ventas y aumentos de costos productivos y financieros- necesariamente impacta de manera adversa en la inversión, la cual se derrumbó, pasando de un crecimiento interanual del 7,2% en el cuarto trimestre de 2015 a un retroceso del 4,9% en el segundo trimestre de 2016 con respecto al mismo período del año anterior (Gráfico N° 8).



Dificultades en el frente externo, endeudamiento y fuga de capitales

En lo que respecta al frente externo, el primer semestre de 2016 concluyó con un déficit de comercio exterior de U\$S 1.364 millones, mientras que en la primera mitad de 2015 esta variable arrojó un saldo negativo de U\$S 1.169 millones (Gráfico N° 9). Varios factores concurren para explicar esta tendencia. En primer lugar, el relativo estancamiento de las exportaciones, vinculado tanto a la evolución de los precios de las materias primas⁹, que continúan deprimidos, como a un contexto internacional adverso para el crecimiento del comercio internacional¹⁰, lo que en el caso de la Argentina se ve agravado por la profundidad de la recesión en Brasil. En segundo lugar, si bien el valor global de las importaciones de bienes y servicios registradas en el primer semestre de 2016 es un 2,4% más reducido que el del

⁹ El precio internacional de los principales productos de exportación de la Argentina ha tenido un comportamiento dispar a lo largo del último año. Así, entre octubre de 2015 y octubre de 2016 el precio del trigo por tonelada pasó de U\$S 165 a U\$S 123, el del maíz cayó de U\$S 171 a U\$S 153, y el del poroto de soja pasó de U\$S 327 a U\$S 358, habiendo registrado un piso de U\$S 320 en febrero de 2016 y un pico de U\$S 421 en junio del mismo año. Datos del Fondo Monetario Internacional. Información extraída del Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas, disponible en: <http://www.economia.gob.ar/secretarias/politica-economica/programacion-macroeconomica/>

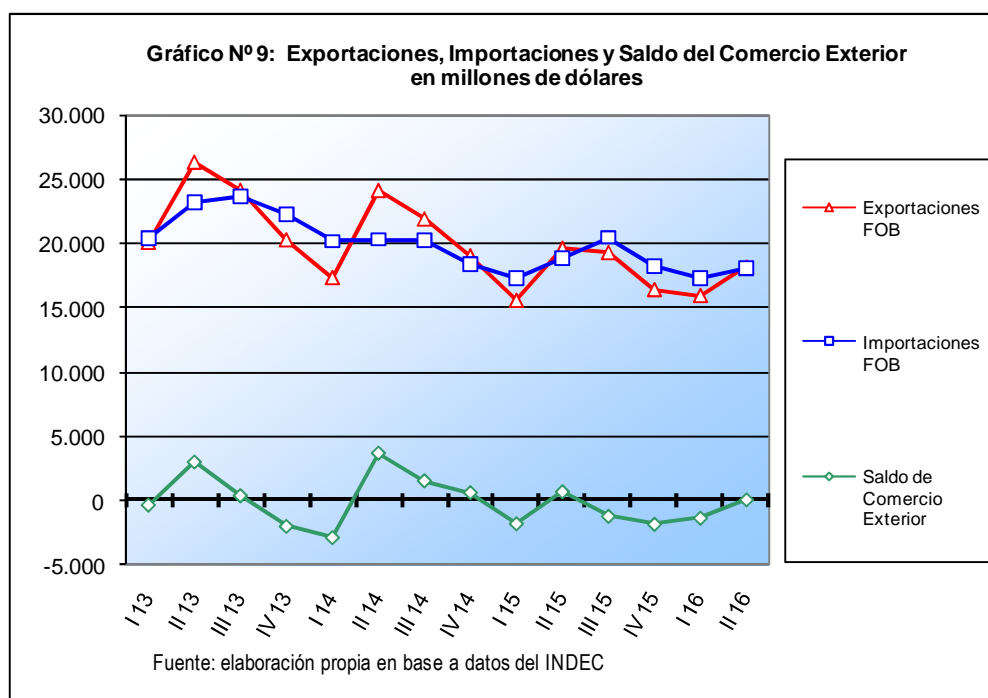
¹⁰ Según datos de la Organización Mundial de Comercio (OMC), las exportaciones mundiales totales de mercancías cayeron un 13,2% en 2015 con respecto al valor registrado en 2014, mientras que en el mismo lapso las importaciones mundiales totales de mercancías se contrajeron un 12,5%. Información disponible en: <http://stat.wto.org/StatisticalProgram/WSDBViewData.aspx?Language=E>

mismo período de 2015, las *cantidades* importadas de bienes aumentaron, en especial las de bienes de consumo. En efecto, el índice de cantidades importadas de bienes de consumo del segundo trimestre de 2016 es un 28,4% más elevado que el correspondiente al segundo trimestre de 2015, mientras que en el tercer trimestre de 2016 el aumento interanual de este indicador es del 13,9%¹¹.

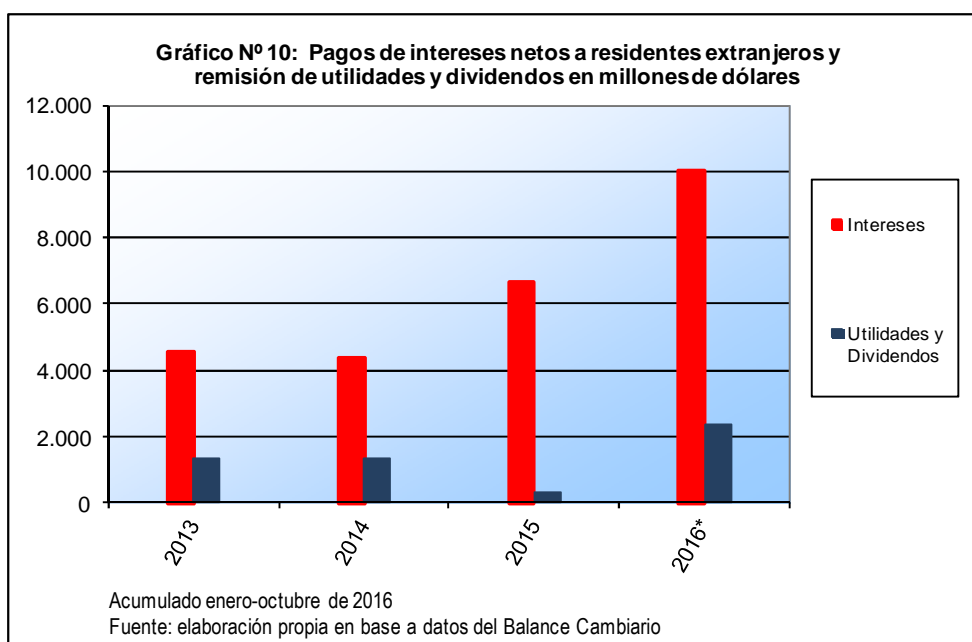
El hecho de que las cantidades importadas de bienes de consumo se incrementen, al mismo tiempo que el consumo interno cae, necesariamente tiene como correlato una sustitución de producción nacional por artículos extranjeros, con la consecuente pérdida de puestos de trabajo. Cabe inferir que este resultado es, en parte, una consecuencia de la política de comercio exterior llevada a cabo por el actual gobierno, que al comienzo de su gestión eliminó el sistema de Declaraciones Juradas Anticipadas de Importaciones (DJAI)¹² y lo reemplazó en su mayor parte por Licencias Automáticas de Importación, mucho más permisivas en lo que respecta al ingreso de artículos extranjeros.

¹¹ El valor global de los bienes de consumo importados tuvo incrementos algo menores debido a que los precios internacionales de estos productos disminuyeron. Así, en el segundo trimestre de 2016 el índice de precios de los bienes de consumo importados muestra una caída del 10,4% con respecto al mismo período de 2015, mientras que en el tercer trimestre este indicador experimenta un retroceso interanual del 6%. El hecho de que los precios internacionales de estos productos caigan es una consecuencia lógica de la contracción del comercio mundial, y profundiza los efectos perniciosos que la apertura comercial tiene sobre el empleo y la producción locales. Datos del INDEC. Información extraída del Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas, disponible en: <http://www.economia.gob.ar/secretarias/politica-economica/programacion-macroeconomica/>

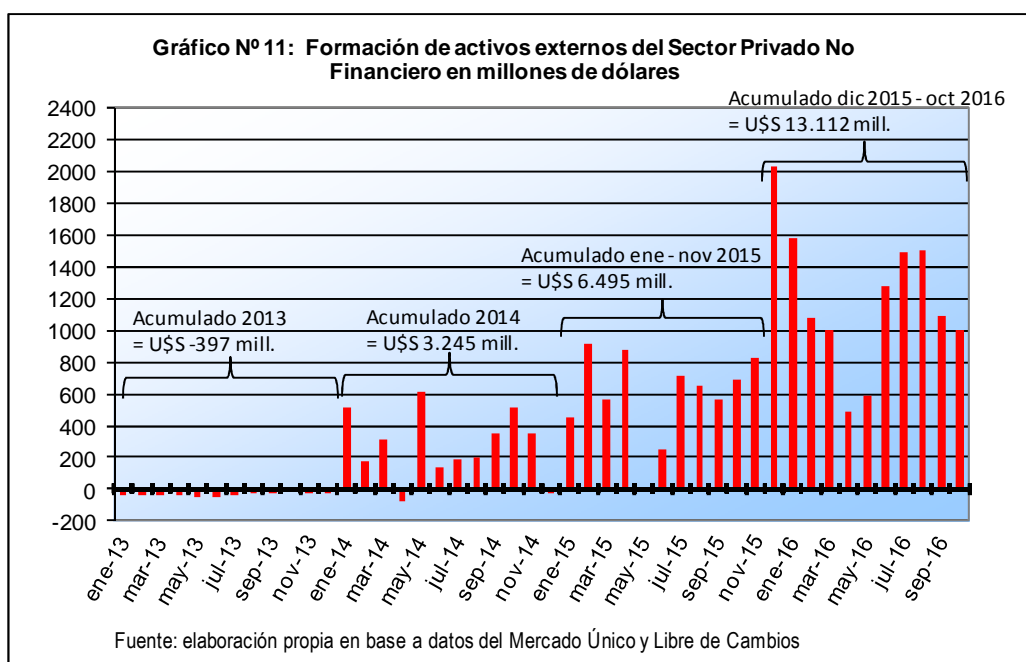
¹² Cabe destacar que a mediados de 2015 la OMC falló en contra del sistema de DJAI a raíz de una demanda iniciada por Estados Unidos, Japón y la Unión Europea, con lo cual la Argentina se había comprometido a readecuar su régimen de importaciones antes del 31 de diciembre de 2015.



A la pérdida de divisas resultante del saldo negativo del comercio exterior, cabe agregar la debida a la salida de dólares a través de distintos canales financieros. En efecto, entre enero y octubre de 2016 el país erogó algo más de U\$S 10.000 millones en concepto de pagos de intereses netos a residentes extranjeros, cifra que incluye el pago de intereses atrasados a los fondos buitres como parte del acuerdo cerrado con los mismos en el mes de abril. Asimismo, en el lapso mencionado, las remesas al exterior de utilidades y dividendos alcanzaron una magnitud neta de U\$S 2.374 millones. En ambos casos, se trata de cifras significativamente superiores a las verificadas en los últimos años (Gráfico Nº 10).



Más preocupante aun resulta la evolución de la formación de activos externos del sector privado no financiero –habitualmente denominada *fuga de capitales*–, la cual se disparó luego de la eliminación de las restricciones a la compra de divisas. Así, entre diciembre de 2015 y octubre de 2016 la fuga de capitales acumuló U\$S 13.112 millones, mientras que entre enero y noviembre de 2015 dicha cifra fue de U\$S 6.495 millones. En cambio en 2013, con controles estrictos a la compra de dólares, la fuga de capitales registra un valor negativo de U\$S 397 millones; es decir, ingresaron dólares por esta vía, en lugar de irse del país como sucede actualmente (Gráfico N° 11).

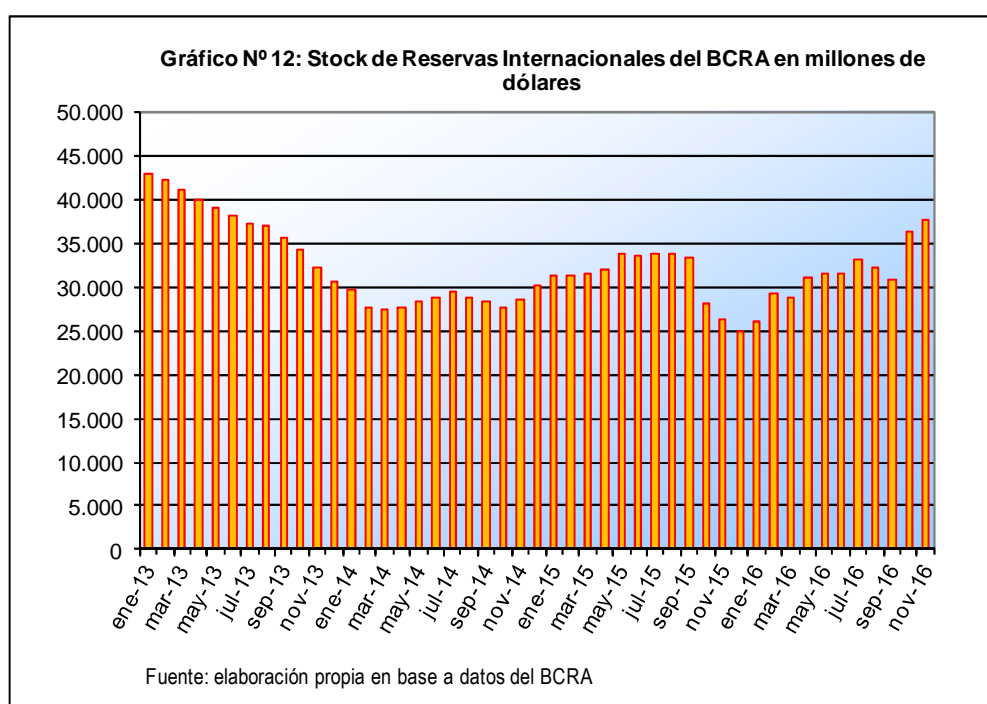


Cabe mencionar que la fuga de capitales constituye una problemática estructural de la economía argentina que, salvo coyunturas excepcionales –como la vigencia del “cepo cambiario”–, ha tenido un comportamiento persistente a lo largo de los últimos cuarenta años, frente a gobiernos de distinto signo político y ante la implementación de políticas económicas muy disímiles. Asimismo, la fuga de capitales es un fenómeno auto-reforzado. En efecto, la salida de dólares del país genera presiones alcistas sobre el tipo de cambio, que benefician a los principales actores que promueven dicha fuga, dado que justamente gracias a esa operación dolarizan gran parte de su cartera de activos. A su vez, las expectativas devaluatorias -que la propia salida de divisas genera- incentivan una mayor fuga de capitales. De esta manera se genera un círculo vicioso que, lejos de ser corregido por las fuerzas del mercado, es agravado por las políticas desregulatorias, las cuales favorecen fundamentalmente a un reducido conjunto de poderosos actores y perjudican a las grandes mayorías sociales por los efectos perniciosos que la devaluación tiene sobre los niveles inflacionarios y los salarios reales.

En conjunto, por todos los conceptos mencionados –déficit de comercio exterior, pago de intereses, remesas de utilidades y dividendos, y fuga de capitales- la economía argentina perdió cerca de U\$S 27.000 millones desde la asunción del actual gobierno, lo cual representa un volumen superior al stock de divisas existentes en el Banco Central (BCRA) en diciembre de 2015. La principal razón por la cual las reservas no se desplomaron y la cotización del dólar no se disparó es el endeudamiento en moneda extranjera por parte del estado nacional y los gobiernos provinciales. En tal sentido, según el Centro de Investigación y Formación de la

República Argentina (CIFRA), entre enero y octubre de 2016, la deuda pública nominada en moneda extranjera se incrementó en U\$S 46.270 millones, a lo que debe agregarse casi U\$S 6.000 millones de deuda emitida por el sector privado. De esta manera, la deuda externa neta –deuda en moneda extranjera contraída con agentes privados, organismos multilaterales de crédito y/o estados extranjeros- ascendió en el segundo trimestre de 2016 al 19,5% del PBI, proporción que en el cuarto trimestre de 2015 se ubicaba en el 10,3%¹³.

Como ya fue mencionado, esta política de endeudamiento permitió preservar las reservas del BCRA, las cuales aumentaron de U\$S 24.820 millones en diciembre de 2015 a U\$S 37.705 millones en noviembre de 2016 (Gráfico N° 12)¹⁴.

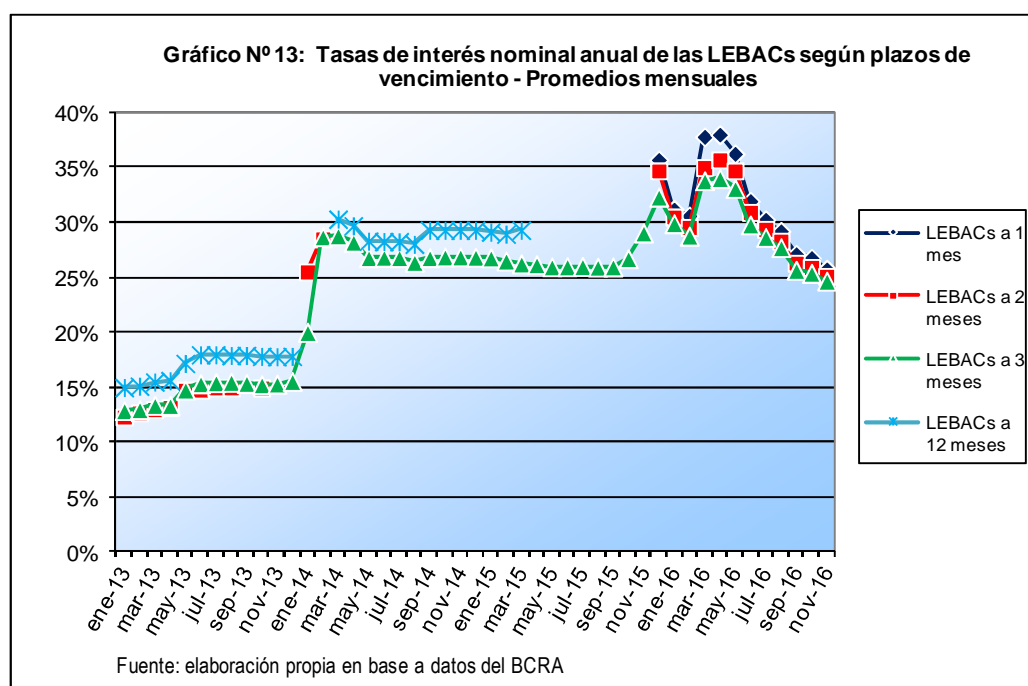


Asimismo, la demanda de dólares es en parte contenida por las altas tasas de interés que ofrecen las LEBACs emitidas por el BCRA. Al respecto, la tasa de interés nominal anual pagada por las LEBACs a 35 días tocaron un techo del 38% en abril, para descender luego gradualmente hasta llegar al 25,75% en el mes de noviembre (Gráfico N° 13). Si bien este último nivel es similar a la tasa que venían pagando las LEBACs desde inicios de 2014, en la actualidad existen dos diferencias sustanciales con respecto a la situación previa al cambio de

¹³ Informe de Coyuntura N° 21, Noviembre de 2016. Centro de Investigación y Formación de la República Argentina (CIFRA), CTA. Disponible en: <http://www.centrocifra.org.ar/docs/IC%2021.pdf>

¹⁴ Entre septiembre y octubre de 2015 las reservas pasaron de U\$S 33.420 millones a U\$S 28.140. Esta caída de U\$S 5.280 millones se debió al pago del Bodén 2015, efectuado en los primeros días de octubre de 2015.

gobierno. En primer lugar se implementó un acortamiento en los plazos de vencimiento de estos instrumentos. En efecto, como puede verse en el gráfico Nº 13, a partir de diciembre de 2015 se comenzaron a emitir líneas de LEBACs a 35 y 63 días de plazo, mientras que antes de esa fecha la totalidad de las LEBACs vencían en tres y en doce meses. Asimismo, en la actualidad el BCRA estableció una curva de rendimientos invertida, es decir, las LEBACs pagan una tasa mayor cuanto menor es el plazo de vencimiento, con lo cual se estimula el acortamiento de los plazos. De esta manera, a comienzos de diciembre de 2016 el 53% de las LEBACs en circulación vence en 35 días, mientras que el 85% vence en 98 días o menos¹⁵.

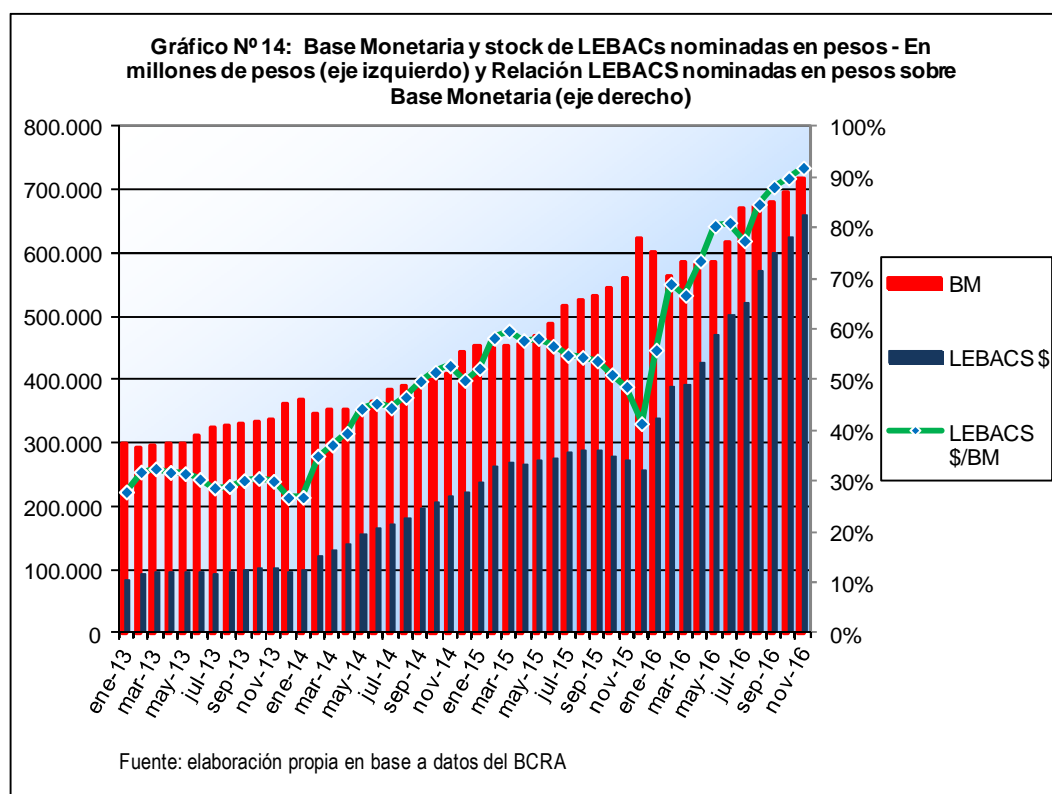


En segundo lugar, a lo largo de 2016 la emisión de LEBACs ha adquirido una dinámica explosiva, alcanzando en noviembre la suma de \$ 660.700 millones, lo que equivale a un 92% de la base monetaria¹⁶. Para tener una idea de la magnitud de estas cifras, basta con señalar que en diciembre de 2015 el stock de LEBACs era de \$ 258.000 millones, lo cual representaba un 41% de la base monetaria (Gráfico Nº 14)¹⁷.

¹⁵ Informe semanal de subastas de LEBACs y NOBACs, 5 al 9 de diciembre de 2016. BCRA. Disponible en: <http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/infolebac.pdf>

¹⁶ La base monetaria está compuesta por la totalidad del dinero circulante más los depósitos que las entidades financieras colocan en el BCRA. Es el único agregado monetario que es controlado directamente por el BCRA.

¹⁷ Estos montos de LEBACs corresponden al valor efectivo de colocación, es decir, no incluyen los intereses que el BCRA debe pagar cuando las LEBACs vencen.



Un volumen de LEBACs tan grande a un plazo tan corto configura una situación extremadamente delicada. En efecto, cuando las LEBACs vencen existen dos posibilidades: el BCRA puede renovarlas, emitiendo nuevas series de LEBACs a cambio de las que vencen; o bien puede cancelarlas, emitiendo pesos a cambio de las LEBACs que son rescatadas. La proporción en que estos instrumentos son renovados o cancelados depende de la predisposición de los particulares –mayormente grandes empresas y bancos comerciales, pero también pequeños y medianos ahorristas-, que basan su decisión en dos elementos: la tasa de interés que pagan las nuevas emisiones de LEBACs y las expectativas sobre la cotización del dólar. En caso de que estas últimas prevean una devaluación de la moneda local, el BCRA puede verse obligado a cancelar un enorme monto de LEBACs en pocas semanas. La emisión de pesos a la que ello daría lugar se destinaría en gran medida a la compra de dólares, presionando fuertemente sobre el tipo de cambio y sobre los niveles de inflación.

La medida en que las autoridades podrían controlar una situación de este tipo depende de varios factores, entre las que cabe destacar el volumen de la emisión de pesos a la que se vea obligado el BCRA, el stock de reservas de divisas y la posibilidad de recurrir al crédito externo para satisfacer una demanda de dólares creciente. Como medida aproximada del grado de vulnerabilidad de la situación actual basta con mencionar que a un tipo de cambio

de 16 pesos por dólar, el actual stock de LEBACs equivale a U\$S 41.300 millones, cifra significativamente superior al stock de divisas del BCRA, que se ubica en U\$S 37.705 millones. Quizás en respuesta a esta situación es que el BCRA sancionó el pasado mes de noviembre la comunicación A6105¹⁸, que autoriza al gobierno a tomar prestados parte de los dólares que los particulares tienen depositados en los bancos comerciales, abriendo la posibilidad de que a mediano plazo se genere un peligroso descalce de monedas que podría amenazar la sustentabilidad del sistema financiero¹⁹. En efecto, si el Estado utilizara esos dólares para satisfacer una demanda de divisas que tiene como principal destino la fuga de capitales –como viene pasando hasta ahora-, podría suceder que el sistema financiero se vea desprovisto de los dólares-billete necesarios para hacer frente a una retirada importante de depósitos.

El retorno de la valorización financiera

La combinación de emisión de LEBACs y desregulación de los movimientos de capitales financieros ha dado lugar a la reedición del típico mecanismo de valorización financiera, que funcionó plenamente en Argentina durante la vigencia de la “tablita cambiaria” de Martínez de Hoz -diciembre de 1978 a marzo de 1981- y durante el régimen de convertibilidad en los años ‘90²⁰. Este mecanismo consiste en contraer deuda en moneda extranjera en los mercados internacionales; convertir esos capitales a pesos e invertirlos en algún activo financiero nominado en moneda local y; al cabo de un tiempo relativamente breve –en general unos pocos meses- convertir nuevamente esos recursos en dólares y fugarlos al exterior. La ganancia de la operación radica en que cualquier activo financiero nominado en pesos arroja invariablemente rendimientos considerablemente superiores a las tasas de interés a las que puede tomarse deuda en los mercados internacionales. A esta diferencia entre el rendimiento de un activo nominado en pesos y el costo del endeudamiento en dólares debe descontarse la devaluación de la moneda nacional, la cual, en caso de ser muy brusca, puede tornar negativa

¹⁸ Comunicación A6105, 25/11/2016, BCRA. Disponible en: <http://www.bcra.gob.ar/Pdfs/comytexord/A6105.pdf>

¹⁹ Existe descalce de monedas cuando un agente está endeudado en una moneda y sus ingresos son en otra. En este caso es el Estado nacional el que se endeuda en dólares con los particulares, mientras que sus ingresos son mayormente en pesos, dado que provienen fundamentalmente de la recaudación tributaria que tiene como pilares al IVA y al impuesto a las ganancias.

²⁰ Sobre este tema puede consultarse el libro de Eduardo Basualdo *Estudios de historia económica argentina. Desde mediados del siglo XX a la actualidad*. 1ra ed. 2006. Siglo XXI-FLACSO. Buenos Aires.

la rentabilidad de la operación. Inversamente, si el peso se aprecia, la operación reporta una ganancia adicional.

En la actualidad, el activo que actúa como reservorio de la valorización financiera son las LEBACs, las que, como se ha visto, han rendido en el mes de noviembre una tasa nominal anual del 25,75% para su plazo más corto, que es de 35 días. En comparación, la tasa LIBOR para préstamos a 30 días registró en el mismo mes un porcentaje nominal anual del 0,56%²¹. En otras palabras, dado que la cotización del dólar se ha estabilizado en torno de los \$15 desde el mes de febrero, quien invirtió en LEBACs a partir de ese momento obtuvo una rentabilidad anualizada en dólares superior al 20% -e incluso superior al 30% en algunos períodos-, lo que convierte a estos instrumentos en una de las inversiones financieras más rentables del mundo.

Cabe aclarar que la valorización financiera no tiene como contrapartida inversiones reales y no da lugar a un aumento del producto ni a la generación de puestos de trabajo. En efecto, sólo es un mecanismo útil para sustraer del país riqueza generada por sectores distintos del financiero y tiene como necesaria contrapartida una contracción de los salarios reales y un aumento en los niveles de desigualdad. Asimismo, resulta pertinente destacar que este tipo de operaciones no sería posible sin la liberalización de la compra de dólares y sin la desregulación de los movimientos de capitales financieros, medidas que el actual gobierno adoptó a los pocos días de asumir como parte central de su política económica.

Menor recaudación impositiva, aumento del déficit fiscal y emisión de dinero

La delicada situación monetaria descrita con anterioridad se vincula con la necesidad de financiar un déficit fiscal creciente. En tal sentido, el resultado primario sin rentas del Sector Público Nacional No Financiero (SPNNF) pasó de un déficit de \$ 49.650 millones a un saldo negativo de \$ 101.900 millones entre el primer y el tercer trimestre de 2016, medidos a valores corrientes. Si se tiene en cuenta que la inflación acumulada entre enero y octubre de 2016 –medida según el IPCBA- asciende al 36,4%, puede inferirse que se está frente a un importante incremento de este déficit en términos reales. En parte, este resultado se debe a la caída de la recaudación tributaria a valores reales, lo cual a su vez es consecuencia del menor

²¹ La tasa LIBOR (London Interbank Offered Rate) es la tasa que se cobra por los préstamos interbancarios en la plaza financiera de Londres. Típicamente se la considera como un parámetro de referencia de las tasas de interés internacionales, dado que la tasa a la que puede endeudarse un particular en los mercados financieros internacionales habitualmente está definida como una sobretasa de unos pocos puntos porcentuales por encima del nivel de la LIBOR.

nivel de actividad y de la reducción de determinados impuestos, entre los que se destaca la disminución y/o eliminación de las retenciones a las exportaciones²².

Este bache fiscal se cubre parcialmente con emisión de dinero. En efecto, entre enero y octubre de 2016 el principal factor de expansión de la base monetaria fueron los “*Adelantos transitorios y transferencias de utilidades*” (23,4%), seguida por la “*Compra de divisas al Tesoro Nacional*” (17,8%)²³. En el primer caso se trata de préstamos que el BCRA le otorga al gobierno nacional y de las utilidades que la entidad monetaria transfiere al Tesoro. El segundo caso consiste en la conversión a pesos de los dólares que el gobierno nacional recibe como consecuencia de su política de endeudamiento. Esta operación es necesaria, dado que los gastos que efectúa el Estado nacional se pagan en pesos, no en dólares. Los dólares que el gobierno recibe a través de los créditos son entregados al BCRA, que a cambio otorga los pesos necesarios para realizar las erogaciones públicas. De esta manera, cuando se financia déficit público con endeudamiento externo, no se evita la emisión de dinero, sino que el verdadero destino de las divisas obtenidas de esta forma es evitar que la monetización del déficit fiscal genere presiones devaluatorias. En consecuencia, puede afirmarse que 41,2% de la expansión que la base monetaria experimentó entre los meses mencionados se origina en la necesidad de cubrir un déficit fiscal creciente. Parte de ese aumento en la cantidad de dinero fue luego reabsorbida mediante la emisión de LEBACs.

Consideraciones finales

En resumen, a un año de su asunción, la nueva gestión ha acumulado desequilibrios y tensiones de difícil resolución. El balance del primer año arroja un retroceso del PBI, un

²² Entre el tercer trimestre de 2015 y el mismo período de 2016 los ingresos tributarios del SPNNF se incrementaron a valores nominales un 19,3%. En el mismo lapso, la recaudación del impuesto a las ganancias aumentó un 9,8%, la del IVA creció un 33,6%, la del impuesto a los bienes personales se incrementó un 2,6%, y la de los derechos de exportación se contrajo un 21,8%, siempre a valores corrientes. Esta caída de los derechos de exportación tuvo lugar aun cuando durante el período mencionado hubo una considerable devaluación que incrementó los precios de los productos de exportación medidos en pesos. Por su parte, entre agosto de 2015 e igual mes de 2016 el IPCBA creció un 43,5%. En consecuencia, estos cambios dan cuenta tanto de una caída de la recaudación impositiva en términos reales, así como también de un aumento en la regresividad del sistema tributario argentino. Cabe destacar además que en el tercer trimestre de 2016 la recaudación nominal en concepto de “*Aportes Personales*” y “*Contribuciones Patronales*” era respectivamente un 29,1% y un 31,9% más alta que en el mismo período de 2015, lo cual implica un desfinanciamiento del sistema previsional argentino. Información sobre recaudación tributaria extraída del Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas, disponible en: <http://www.economia.gob.ar/secretarias/politica-economica/programacion-macroeconomica/>

²³ *Informe Monetario Mensual*, Noviembre de 2016, BCRA. Disponible en: <http://www.bcra.gob.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/bol1116.pdf>

aumento del desempleo y de la inflación, una caída de los salarios reales, déficit en los frentes externo y fiscal, y un incremento desmesurado de la deuda pública en moneda extranjera y en pesos. Las argumentaciones que prevén una recuperación de la economía en el mediano plazo gracias a la llegada de inversiones extranjeras carecen de fundamento. Con un mercado interno deprimido, las únicas inversiones que podrían esperarse son las vinculadas con la explotación de recursos naturales y la exportación de materias primas con poco o nulo grado de elaboración. Estos sectores tienen poca capacidad para desarrollar encadenamientos productivos diversificados y para generar puestos de trabajo. En lugar de ello, dan lugar a la formación de enclaves exportadores altamente rentables y desvinculados de la economía interna. Tampoco es razonable esperar una salida por la vía de las exportaciones no tradicionales. En primer lugar porque, como ya fue explicado, la actual política económica ha ocasionado aumentos de costos productivos y financieros que erosionan la competitividad de numerosas industrias. En segundo lugar, porque el escaso dinamismo del comercio internacional y, en particular, la crisis económica y política que está atravesando Brasil, configuran un escenario adverso para que la economía argentina pueda crecer sobre la base de las exportaciones no tradicionales.

La situación actual sólo puede prolongarse en el tiempo a costa de profundizar un proceso de endeudamiento que ya se avizora como dificultoso, no sólo por el enorme volumen de deuda acumulado en tan poco tiempo, sino también por los posibles cambios en el escenario internacional tras la victoria de Donald Trump en Estados Unidos²⁴. Sin embargo, en ausencia de restricciones a la compra de dólares y a los movimientos de capitales financieros, los recursos provenientes del endeudamiento externo se pierden en su mayor parte a través de la fuga de capitales, la remisión de utilidades al exterior y el pago de intereses en moneda extranjera. Este proceso se retroalimenta en forma creciente, ya que a mayor volumen de deuda corresponde una mayor carga de intereses que obliga a nuevos refinanciamientos. En algún momento esto genera desconfianza sobre la sustentabilidad del tipo de cambio, lo cual acelera la dolarización de activos vía fuga de capitales y remisión de utilidades. Cuando los requerimientos de divisas superan a las nuevas líneas de crédito disponibles, el mecanismo colapsa, dando lugar a una crisis económica y social de magnitud. Así, pareciera ser que la sociedad argentina se encamina hacia un desenlace que ya experimentó repetidas veces a lo

²⁴ En tal sentido, cabe destacar que recientemente la Reserva Federal de los Estados Unidos decidió elevar la tasa de interés de referencia de 0,5 a 0,75 puntos y anunció que se prevén nuevas subas para el año 2017. Esto afecta a la economía argentina a través de la apreciación del dólar, el encarecimiento del crédito externo y el aumento de la carga de intereses sobre el presupuesto público. “Dólares caros, créditos duros”, Página 12, 15/12/2016. Disponible en: <https://www.pagina12.com.ar/8872-dolares-caros-creditos-duros>

largo de los últimos cuarenta años, siempre como consecuencia de la aplicación de las mismas políticas económicas, que benefician a un conjunto muy reducido de poderosos actores en perjuicio de las grandes mayorías.